

DAVID ROGERS

Mehr
GELD weniger
RISIKO



DEN AKTIENMARKT
VERSTEHEN UND PROFITIEREN

DAVID ROGERS

Mehr
GELD weniger
RISIKO



DEN AKTIENMARKT
VERSTEHEN UND PROFITIEREN

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
The 90% Solution: Higher Returns, Less Risk / David Rogers
ISBN 978-0-471-77081-7

© Copyright der Originalausgabe 2006:
David Rogers. All rights reserved. This translation published under license.

© Copyright der deutschen Ausgabe 2010:
Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Petra Pyka
Gestaltung und Satz: Johanna Wack, Martina Köhler, Börsenbuchverlag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-938350-60-7

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Für Fragen rund um unsere Bücher:
buecher@boersenmedien.de

Weitere Informationen unter:
www.boersenbuchverlag.de

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel. 0 92 21-90 51-0 • Fax 0 92 21-90 51-4444

*Dieses Buch ist meinen Eltern gewidmet,
Pete und Zelma, und Ben Bird,
June Gaede und Florence Gholz,
die mich Denken, Kreativität
und Ausdruckskraft
gelehrt haben.*

Inhalt

- 7** Danksagung
- 13** Einführung
- 20** **DER ERSTE AKT
DER DRACHENTÖTER**
- 23** 1 Was man von Shakespeares unehelichen Kindern lernen kann
- 51** 2 Der Aktienmarkt hat sich gewandelt
- 79** 3 Die Farce „Buy and hold“
- 94** **DER ZWEITE AKT
ACH, WENN DOCH NUR...**
- 101** 4 Alle Vögel fliegen tief
- 113** 5 Die Offenbarung
- 127** 6 Was wäre, wenn?

164	DER DRITTE AKT MEIN ANSATZ ZUM MARKET-TIMING
171	7 Ein Timing-Manifest
181	8 Die Ausblendung statistischer Nebengeräusche
241	9 Technische Timing-Signale
282	DER VIERTE AKT MEINE MANAGEMENT-LÖSUNGEN
291	10 Meine Asset-Allokations-Lösungen für Investmentfonds
299	11 Meine Konvergenz-Fondslösung
306	DER FÜNFTE AKT ANDERE ANSÄTZE
309	12 In groben Zügen
315	13 Andere Timing-Ansätze und Ressourcen
351	Nachwort

DANKSAGUNG

Das erste Buch ist immer ein Werk der Liebe – bis man merkt, worauf man sich da eingelassen hat.

Kein bedeutsames Schriftstück entsteht in einem Vakuum. Von Anfang an werden wir beeinflusst, von Menschen, Orten und Ereignissen. Manche davon haben einen ganz offensichtlichen Effekt auf unser Leben und unser Denken. Andere üben eine Wirkung aus, die wir – wenn überhaupt – erst Jahre später erkennen oder zu schätzen wissen.

Es wäre unverzeihlich, nicht zuallererst die Menschen in meinem Leben zu erwähnen, die mir selten etwas verwehrt haben und rasch zur Stelle waren, um mich aus dem Schlamassel zu ziehen, wenn ich auf die Nase fiel oder mich blamierte. Meine Eltern, Pete und Zelma Rogers, haben meinen Ehrgeiz nicht immer verstanden, doch sie haben mich bei allen meinen Vorhaben stets unterstützt. Ihre Liebe wird nur noch übertroffen durch die Liebe Gottes für jeden Einzelnen von uns und seine Vergebung für unsere Fehlritte bei dem Versuch, unseren Weg zu finden.

Ben Bird, Florence Gholz und June Gaede, denen ich dieses Buch ebenfalls gewidmet habe, waren Lehrer an der Grundschule und der weiterführenden Schule in Bakersfield, Kalifornien.

Sie alle hatten einen prägenden Einfluss – nicht nur auf meine frühe schulische Bildung, sondern auch auf meine Weltanschauung. Viele von uns fangen bescheiden an und erklimmen dann hoffentlich einige Stufen der Leiter, die zu Erfolg, Ruhm oder zumindest trauriger Berühmtheit führt. Doch die wenigsten schauen zurück und würdigen jene, die ihnen bei den ersten entscheidenden Schritten geholfen oder sie angeleitet haben.

Auch Frank Falero war ein Lehrer mit nachhaltigem Einfluss. Er war Professor für Wirtschaftswissenschaften an der California State University in Bakersfield, wo ich nach Zwischenstopps an der University of Redlands und dem Claremont McKenna College meinen College-Abschluss machte. 1977 wählte mich Frank als Kandidaten für die Teilnahme am Graduiertenwettbewerb der International Collegiate Business Policy Games für die CSUB. Dadurch gab er mir den Anstoß zur Entdeckung der Geschäftswelt, des Wirtschaftslebens und der Märkte und brachte mich auf einen Kurs, der mich stetig weiterführt.

Auch meinem Freund Ken Erbeznik möchte ich danken, der mich Mitte der 1990er-Jahre hartnäckig dazu drängte, ein Buch zu schreiben. Nun, hier ist es, Ken – wenn auch elf Jahre später, als du gedacht hast. Danke für Deinen Zuspruch. Ich hoffe, es erfüllt Deine Erwartungen.

Jack Norberg gehört seit elf Jahren zu meinen konstruktivsten kritischen Redakteuren. Als ich in meiner Eigenschaft als Geschäftsführer von Standard Investment Chartered, Inc. im kalifornischen Costa Mesa Research-Berichte verfasste, nahm Jack meinen Gebrauch des Partizip Perfekt, meine komplexen und verklausulierten Sätze und meine Passivkonstruktionen

DANKSAGUNG

auseinander und hielt mich stets dazu an, ein höheres Niveau des kreativen Ausdrucks zu pflegen – mit treffenderen, klareren Formulierungen. Er bringt mich dazu, meine Geschichte besser und effizienter zu erzählen. Darüber hinaus war mir Jack ein unschätzbare Mentor. Für seine Freundschaft und seine Unterstützung stehe ich tief in seiner Schuld.

In anderen Teilen des Buches werden Sie von Jeff Heisler lesen, meinem alten Freund, der mich mehr als einmal davor bewahrt hat, mich akademisch bis auf die Knochen zu blamieren. Wo sich meine grundlegenden Thesen durch akademische Arbeiten untermauern ließen, hat Jeff wertvolle Anregungen beigetragen.

Richard Bryant ist Geschäftsführer von Capital Investment Companies aus Raleigh, North Carolina. Er hat mir geholfen, die Grundlagen für mein Serviceangebot im Bereich der Asset-Allokation-Investmentfonds zu erarbeiten. Seine Unterstützung und sein Einfluss verdienen unbedingt Erwähnung. Unsere geschäftliche Beziehung hat sich durch eben jene Kräfte überholt, die ich in diesem Buch beschreibe. Unserer Freundschaft wird das aber keinen Abbruch tun, wie ich hoffe.

Roger Reynolds, ein ehemaliger Kollege von Marion Bass Securities in Charlotte, North Carolina, und Mark Collinson, Partner bei CCG Investor Relations in Los Angeles, waren so freundlich, große Teile dieses Textes auf formale, grammatische und inhaltliche Fehler Korrektur zu lesen.

Mehrere praktizierende Vermögensverwalter in verschiedenen Städten in aller Welt dienten mir bei der Arbeit an diesem Buch von Zeit zu Zeit als Sparringspartner. Da ich weiß, dass die meisten professionellen Manager viel Wert darauf legen, dass ihre

Privatsphäre und Anonymität gewahrt bleibt, werde ich weder sie noch ihre Unternehmen namentlich erwähnen. Ihr wisst schon, wer gemeint ist. Und ich danke Euch. Sie stammen aus vielen verschiedenen Orten, zum Beispiel aus New York, Boston, Los Angeles, San Francisco, Portland, Seattle, Chicago, Denver, Dallas, San Diego, Charlotte, Atlanta, Blowing Rock, Newport Beach, London, Paris, Frankfurt und Taiwan.

Im Laufe der Jahre habe ich unter Kollegen und Kunden aus der Branche eine Menge Freunde gewonnen. Viele spielten eine wichtige Rolle oder waren von besonderer Bedeutung für meine Karriere. Dazu gehören unter zahlreichen anderen Ed Barys, Tom Andersen, Dwayne Wee, Francis Moore, Wendell Mew, John Robinson, Leo Himmelblau, Jack Frager, Dick Vance, Larry Oakford, Jim Tompkins, Jim Mulka, Richard DeMartini, Chuck Howard, Ed Trevillian, Ben Brooks, Emil Skocpol, Ben Murillo, Kent Williams, Craig Weston, Craig Pieringer, Will Hickey, Binkley Shorts, Lloyd Culbertson, Michael Michaud, Ron Johnston, Jeff Fox, Andy Neely, Ron Kruszewski, Paul Ligon, Jack McDermott, Bill Schmidt, Otis Bradley, Doyle Holmes, Marion Bass und Bill Ferry. Ich weiß Eure Freundschaft und Euren Rat zu schätzen.

Last but not least bin ich meinem Freund und Mentor Lee Glasner zu großem Dank verpflichtet. Bevor er sich zur Ruhe setzte, war er leitender Angestellter bei Financial Relations Board und hat zahlreiche Preise für das Verfassen von Jahresberichten gewonnen, als er noch im Public-Relations-Geschäft des Finanzsektors tätig war. Dankenswerterweise hat Lee jedes Wort und jede Grafik in diesem Buch auf Substanz, Grammatik und Stil überprüft. Dass ich seither Alpträume von roten Strichen habe,

DANKSAGUNG

die jeden je von mir verfassten Bericht, jeden Artikel und jedes Buch durchziehen, ist eine bedauerliche Begleiterscheinung!

Debra Englander ist meine leitende Redakteurin bei John Wiley & Sons, Inc. Ihre Beiträge waren unschätzbar, da sie und ihr Team (zu dem auch Greg Friedman, Todd Tedesco und Shelley Flannery gehören) mich dazu gebracht haben, mein Thema klarer zu definieren und die Abfolge meiner Gedanken logischer zu gestalten. Ihre Geduld mit mir als Erstlingsautor verdient große Bewunderung und qualifiziert Debra überdies als Märtyrerin.

Enorm viel verdanke ich meiner besten Freundin, Partnerin und Ehefrau Kim Jenkins Rogers. Sie ist meine Liebste und meine engste Vertraute, mit der ich die Geheimnisse, Mysterien und Abenteuer des Lebens teile.

Danke auch allen, die mir – bewusst oder unbewusst – dabei geholfen haben, meine Ansichten zu den Märkten und zum Investmentgeschäft auszubilden. Und schließlich möchte ich mich noch bei der besonderen Spezies von Investoren bedanken, die überdurchschnittliche Ergebnisse fordert und nicht bereit ist, sich mit Mittelmäßigkeit abzufinden. Im Grunde sind sie es, für die ich dieses Buch geschrieben habe.

EINFÜHRUNG

Die Zahlenakrobaten, deren täglich Brot es ist, Investments zu analysieren, werden Ihnen sagen, dass die Wertentwicklung einer Anlage im Allgemeinen von zwei Elementen bestimmt wird. Da ist zum einen der „Beta“-Anteil und zum anderen auch noch der „Alpha“-Anteil.

Das Beta ist passiv, denn darauf haben weder Sie selbst noch Ihr Manager irgendeinen Einfluss. Wenn Sie zum Beispiel in Aktien investieren, dann bedeutet Beta, dass sich Ihr Anlageergebnis zu einem Gutteil nach den allgemeinen Trends auf den Aktienmärkten richtet. Beta bezeichnet den Teil der Portfolio-performance, der sich verbessert, weil die Aktienbewertungen ganz allgemein anziehen.

Alpha ist dagegen aktiv. Es steht für den Unterschied, den Sie oder Ihr Portfoliomanager durch die Kompetenz der Entscheidungen für den Anlageertrag bewirken. Ein positives Alpha ist ein Segen für jeden Portfoliomanager. Ein beständig negatives Alpha ist sein schlimmster Albtraum, denn dann muss er auf die Fähigkeiten seiner Vertriebsleute setzen, um seine unterdurchschnittlichen Leistungen an den Mann zu bringen. Erwirtschaftet er ein positives Alpha, was ihn mit Stolz und seine Taschen mit Geld füllt, dann haben die von ihm verwalteten Portfolios oder Investmentfonds in Relation zu den eingegangenen Risiken den breiteren Aktienmarkt übertroffen.

Alpha wurde von Menschen erdacht, die am Anlageprozess beteiligt waren und diesen analysiert haben. Intuitiv betrachtet basiert ihre Erfindung des Alpha auf einer sehr simplen Wahrheit: Als wichtigster Einzelfaktor für die Wertentwicklung *jedes* breit gestreuten Aktienportfolios kristallisiert sich der gerade den gesamten Aktienmarkt beherrschende Trend heraus. Auf den folgenden Seiten werden Sie erfahren, dass Sie möglicherweise bis zu 90 Prozent der Aufgaben eines Portfoliomanagers erledigen, wenn Sie nur „den Markt richtig erwischen“. Das ist wahr und gilt nicht nur bei Aufwärtstrends. Darüber hinaus werden Sie feststellen, dass Ihnen dies ermöglicht, potenziell unerwünschte Folgen von Marktkorrekturen effektiv zu konterkarieren – *falls* Sie einen Plan in petto haben und eine oder mehrere geeignete Strategien.

In *Mehr Geld – weniger Risiko* geht es darum, dieses wichtige, doch sträflich vernachlässigte Konzept zu verinnerlichen und in die Praxis umzusetzen.

Manche meiner Überlegungen sehen nach gesundem Menschenverstand aus. Einige sind kontrovers. Wie Sie im ersten Kapitel sehen werden, entwickelte sich die Finanzdienstleistungsbranche über die Jahre gesehen weg von der Bedeutung des Marktes für den Ertrag und hin zur Vermarktung ihrer Waren. Indem ein Investor die Macht und den Einfluss des Gesamtmarktes durchschaut und für seine Zwecke nutzt, kann er aus dem Markt *Kapital schlagen* und sich sein Investorenleben erleichtern. Er behält die Kontrolle über seine Investmentkosten. Zumindest kann er potenziell unerwünschte Einflüsse auf sein Aktienportfolio neutralisieren, wenn sich der Markt in einer Korrekturphase befindet.

Vielleicht wird er sogar am Abwärtstrend verdienen. Ein wagemutiger Investor kann sogar *im Aufwärtstrend bei nur geringfügig*

höheren Risiken mehr Gewinn erzielen. Mehr Ertrag, weniger Risiken: In Mehr Geld – weniger Risiko geht es darum, sich nicht mit Mittelmäßigkeit zufriedenzugeben. Leider ist die Investmentbranche heute meist auf mittelmäßige Erträge ausgerichtet, lässt sich das aber immer noch üppig vergüten.

Ganz unverblümt

Im Juli 2005 lernte ich in Charlotte, North Carolina, einen Orthopäden kennen. Nach einer Weile erzählte er mir, dass er ein umfangreiches Aktienportfolio besitze. Im Gegenzug verriet ich, dass ich mich gerade bereit erklärt hatte, ein Buch über die Bedeutung der Richtung des Gesamtmarkts für die Wertentwicklung *eines jeden breit gestreuten Aktienportfolios* zu schreiben.

Er zögerte kurz und entgegnete: „Nun ja, ich investiere ausschließlich in gute Unternehmen. Tatsächlich kaufe ich nur das Allerbeste, was der Markt in Bezug auf die langfristigen Aussichten zu bieten hat. Die betreffenden Unternehmen schütten entweder stetig steigende Dividenden aus oder bieten vielversprechendes Potenzial für einen Kursanstieg. So viel kann ich zur These Ihres Buches sagen: Als der Standard & Poor's 500 Stock Index zwischen März 2000 und November 2002 einbrach, fielen die Aktienkurse meiner sogenannten ‚guten Unternehmen‘ ins Bodenlose.“

Genau aus diesem Grund schreibe ich dieses Buch. Die große Mehrheit der US-amerikanischen Anleger hat gelernt, stets nach folgendem Grundsatz zu investieren: Kaufen Sie Aktien eines Unternehmens, das nach Ihrer Überzeugung langfristig positives geschäftliches Potenzial aufweist. Oder besser noch, streuen Sie

Ihre Risiken und investieren Sie in mehrere Unternehmen (aus verschiedenen Branchen), die allesamt ausgezeichnete Aussichten auf höhere Dividenden oder steigende Kurse bieten. Halten Sie dann in jedem Marktumfeld – aufwärts, abwärts oder seitwärts – an diesen Titeln fest (und beten Sie ein wenig).

Wie so viele Anleger hätte auch mein neuer Bekannter in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends von einem anderen Ansatz profitieren können. Es muss doch, so sagen sich diese Anleger, eine Möglichkeit geben, überdurchschnittliche Anlageerträge zu erwirtschaften und dabei die mit Investitionen am Aktienmarkt einhergehenden Risiken und Kosten effektiver zu managen.

Tatsächlich wären die meisten Anleger gut beraten, ihre Anlagestrategien kritisch zu überdenken. Sind denn die Konzepte, Produkte und Serviceangebote der Finanzdienstleistungsindustrie auch jetzt das Richtige für uns – nur aus dem Grund, weil wir uns bisher darauf eingelassen haben? Die Zeiten und die Märkte ändern sich. Die Anleger müssen aufwachen und die Vertriebsorganisationen, Verwaltungsgesellschaften und Regulierungsbehörden ebenso. Sie müssen die Spinnweben abschütteln und ihre lang- und kurzfristigen Investmentstrategien erneut überdenken. Andernfalls bleiben sie in der Mittelmäßigkeit stecken oder – schlimmer noch – sie rutschen unter den Durchschnitt.

Ich kann nicht alle Fragen beantworten. Niemand kann das. Mit diesem Buch verfolge ich das Ziel, dem Leser als „gedankliches Sprungbrett“ zu dienen – ob er nun Investor, Makler, Vertriebler, Kapitalverwalter oder Mitarbeiter einer Regulierungsbehörde ist. Jeder Anleger, jeder Teilnehmer am Aktienmarkt muss eine Anlagestrategie entwickeln, mit der er sich im Hinblick auf seine Marktkenntnis, Risikobereitschaft und Ressourcen

wohl fühlt. Im Grunde muss er für sich seine *Investmentpersönlichkeit* definieren.

Wenn Sie in Investmentfonds anlegen, werden Sie Ihre Anlagen nach der Lektüre dieses Buches sicher mit anderen Augen betrachten. Ich beurteile viele Akteure in der Branche kritisch, weil sie in diesem Spiel wie unbedarfte Spielfiguren agieren. Die meisten Themen, die ich anspreche, zeigen, dass wir uns kollektiv von bestimmten Wahrheiten über das Ziel des Investierens entfernt haben. Wir haben es schlichtweg versäumt, das Spielfeld und die Spielregeln an die neuen Realitäten des Marktes anzupassen. Dabei steht uns heute fraglos eine ganze Fülle neuer Möglichkeiten zur Verfügung.

Irgendwann hat irgendwer einflussreiche Menschen irgendwie davon überzeugt, dass der Markt „effizient“ sei. Dass die Kurse „immer recht haben“. Und dass die Marktrichtung nicht vorhersehbar und folglich auch nicht ausnutzbar sei.

Diese Vorstellung setzte sich durch und wurde für die Anhänger der „Buy and hold“-Strategie und des traditionellen aktiven Managements zum Evangelium, aber auch für die breite Palette der Spezialisten für Indexing und Asset-Allokation.

Verstehen Sie mich bitte nicht falsch. Die Richtung des Gesamtmarktes über die Zeit vorherzusehen ist beileibe kein leichtes Unterfangen. Der Versuch, die Marktentwicklung *voranzusagen*, ist tatsächlich eine unsinnige Anstrengung. Hier haben die Kritiker des Market-Timing durchaus recht. Die Marktrichtung stets zuverlässig vorherzubestimmen ist ein Ding der Unmöglichkeit.

Doch was, wenn es durch die Feststellung von in der Vergangenheit zu beobachtenden Marktmustern und Unternehmens- und Wirtschaftsbedingungen gelänge, in 60 Prozent aller Fälle

die *Wahrscheinlichkeit* für die künftige Marktrichtung exakt zu ermitteln? Oder in 70 oder gar 80 Prozent aller Fälle?

Tatsächlich gibt es Möglichkeiten, die *wahrscheinliche* Marktrichtung und Marktlage zu ermitteln (und zu nutzen). Mit deren Hilfe können Sie Ihre Rendite verbessern und Ihre Risiken reduzieren – und zwar kosteneffektiver, als es viele andere Investoren heutzutage tun. Sie können dafür sorgen, dass das Element, welches den wichtigsten Beitrag zur Portfolio-Performance leistet, *für Sie* arbeitet statt gegen Sie.

Als Manager eines Investmentfondsportfolios, als traditioneller Anlageberater oder Anhänger der konventionellen Asset-Allokation werden Sie Ihre Rolle im Investmentprozess nach der Lektüre dieses Buches womöglich ganz anders sehen und die Dinge plötzlich mit ungewohnter Aufgeschlossenheit betrachten. Es werden sich Ihnen neue Wege auftun, das flüchtige *Alpha* einzufangen. Vielleicht steigen Sie sogar aus Ihrem alten Beruf aus und gründen einen Hedgefonds, weil Sie erkannt haben, dass Fondsmanagement, wie wir es kannten, eine aussterbende Profession ist. Traditionelle, auf reines Long-Engagement ausgerichtete Fondsmanager sind auf dem neuen, gemanagten Kapitalmarkt, der im Entstehen begriffen ist, immer weniger konkurrenzfähig. Manche der Veränderungen sind kaum merklich, andere tief greifend, doch die Anzeichen eines bevorstehenden Wandels sind da. Sie werden vermutlich ein paar Jahre brauchen, um sich vollständig auszubilden, doch möglicherweise nicht so lange, wie sie hoffen.

Wenn Sie als Einzelanleger Ihr eigenes Aktienportfolio verwalten oder als Hedgefonds-Manager den Einschränkungen der üblichen Investmentfonds-Satzungen oder Anlageberatungsrichtlinien unterliegen, werden Sie vielleicht dazu angeregt, Ihre

Strategien zu überdenken oder auszubauen. Um es auf den Punkt zu bringen: Der Aktienmarkt ist nicht mehr derselbe wie zur Zeit unserer Großväter.

DER ERSTE AKT

DER DRACHENTÖTER

In *The Fountainhead* [dt. erschienen: *Der Ursprung*, Gewis, 2000 – A.d.Ü.] gibt Ayn Rand eine exaltierte Sichtweise des kreativen Potenzials der Menschheit zum Besten. In der Geschichte geht es um einen Architekten, der es wagt, das Establishment herauszufordern. Die Autorin zelebriert die Weigerung ihres Helden, sich nach althergebrachten Gepflogenheiten zu richten. Seine Kompromisslosigkeit steht für Wahrhaftigkeit, Ehrlichkeit und Kreativität. Und für seine allgemeine Unzufriedenheit mit Ambitionen, die auf das Erreichen von Mittelmäßigkeit ausgerichtet sind.

Darüber dachte ich gerade nach, als ich morgens im Higher-Grounds-Coffeeshop in Boone, North Carolina, saß und bei einer Tasse Kaffee die Zeitung las. Matt Scott, der Eigentümer des Cafés, verwickelte mich in ein Gespräch und machte eine interessante Bemerkung. Er sagte: „David, ich fühle mich als Kleinanleger manchmal wie ein Schaf in einer Herde, die zum Schlachter geführt wird. Es gibt so viele Anagemöglichkeiten, so viele verschiedene Arten von Investmentfonds, so viele Maklerhäuser, so viele unterschiedliche Medien, die sich als Börsen-Research verkaufen. Doch in Wirklichkeit sind sie im Ergebnis alle so gleich und so gänzlich unzulänglich, wenn es darum geht, überlegene Anlageerträge zu erzielen. Warum geben sich die meisten der sogenannten Profis an der Börse mit nur mittelmäßigen Anlageergebnissen zufrieden?“

Der erste Akt („Der Drachentöter“) soll eigentlich nur diese eine Frage beantworten: Wo und wie ist die Finanzdienstleistungsindustrie von dem Ziel abgekommen, überdurchschnittliche Erträge zu erwirtschaften?

1

WAS MAN VON SHAKESPEARES UNEHELICHEN KINDERN LERNEN KANN

Die mit Aktien *erfolgreicher* Unternehmen erzielten Anlageerträge *übersteigen* in der Regel *langfristig die Inflationsrate*. Mit dieser Erkenntnis gewappnet und Beispielen wie General Electric, Microsoft, Boeing, Cisco Systems, Intel und einer ganzen Reihe weiterer „Blue Chips“ an der Hand hat die Finanzdienstleistungsindustrie in den letzten 30 Jahren vor allem zwei Dinge muster­gültig vollbracht:

1. Sie hat der breiten Masse die Vorzüge der *Investition an der Börse als Strategie zur Vermögensbildung* verkauft.
2. Sie hat der breiten Masse auch noch das Konzept der *professionellen Vermögensverwaltung (allen voran Investmentfonds) als beste Methode zur Vermögensbildung* verkauft.

Von der Anfangszeit des professionellen Managements an waren die Portfoliomanager mehrheitlich sogenannte „aktive Manager“. Obwohl mir meine Freunde aus der akademischen Welt sagen, dass es bereits in der griechischen Antike rudimentäre Termin- und Optionskontrakte gab, hätten Derivate vermutlich das Vorstellungsvermögen von Graham und Dodd überstiegen. „Indexing“ oder „passives Investieren“ war in den frühen Jahren der Vermögensverwaltung unbekannt.

Börsenneulinge seien darauf hingewiesen, dass Benjamin Graham und David Dodd den Klassiker *Security Analysis* [dt. erschienen: Wertpapieranalyse. Das Standardwerk des modernen Investierens, FinanzBuch Verlag, 2. Auflage, März 2008 – A.d.Ü.], die Bibel des wertorientierten Investierens, verfasst haben. Das Buch erschien erstmals 1934 bei McGraw-Hill und liefert nach wie vor die Grundlage für den Anlagestil vieler aktiver Portfoliomanager.

Ich will mit diesem Buch Grahams und Dodds Werk keinesfalls herabwürdigen, denn sie haben Herausragendes geleistet. Ebenso wenig will ich den Stil anderer Portfoliomanager oder deren Ansatz zur Einzeltitelauswahl angreifen. *Ich sehe meine Aufgabe vielmehr darin, den Menschen einfach dabei zu helfen, die Kraft des wichtigsten Einzelfaktors für die Performance eines diversifizierten Portfolios für sich zu nutzen: den Gesamtmarkt.* Ignorieren Sie seine Bedeutung nicht. Machen Sie sich stattdessen seinen Einfluss zunutze, indem Sie auf neue, bessere und kosteneffektivere Weise agieren.

Der „waschechte“ aktive Manager, klassisch definiert als einer, der durch die Ermittlung und den Besitz von Aktien mehr verdient als ein anderer, ist die ganze Zeit über zu 100 Prozent „long“ in Aktien engagiert – selbst wenn er sein Kapital regelmäßig umschichtet. (Im Zuge der Umschichtung verkauft er aus irgendeinem Grund einen oder mehrere Titel und investiert das Kapital in andere Aktien.)

Die treffendste Analogie, die mir dazu einfällt, ist die, dass er in ein nie endendes „Team“-Pferderennen involviert ist. Unser Manager behauptet, dass er gewinnen wird wegen der „Pferde“ beziehungsweise Aktien, die er ins Rennen schickt. Sein Vorteil ist, dass er während des Rennens ein Ersatzpferd von der Koppel holen kann, wenn eines seiner anderen verdienstvollen Tiere ermüdet oder sich als nicht ganz so verdienstvoll erweist.

Für die meisten Portfoliomanager ist ein Barbestand von vier Prozent des Anlagevermögens viel. Aufgabe eines Portfoliomanagers ist, wie sich herauskristallisiert hat, möglichst vollständig in Anlagechancen in *Aktien* investiert zu sein. Das verlangt der Kunde, denn das entspricht dem Konzept, das er verinnerlicht hat: in gute Unternehmen zu investieren beziehungsweise sie zu „besitzen“.

Von Anfang an warben aktive Manager mit ihrer Fähigkeit, weit mehr Rendite zu erzielen als bloße Amateure, und zwar aufgrund ihres Geschicks beim Stock-Picking. Sie sind „Wertpapierauswähler“, wie der Chief Investment Officer der Yale University, David Swensen, in einem in der Juli-Ausgabe 2005 des *Institutional Investor* erschienen Auszug aus *Unconventional Success* (Free Press, Simon & Schuster, 2005) [dt. erschienen: *Erfolgreich investieren. Strategien für Privatanleger*, Murmann Verlag, 2007 – A.d.Ü.] beschrieb. Sie streben nach überdurchschnittlicher Leistung „in einem von brutalem Wettbewerb geprägten Umfeld. Umgeben von hoch qualifizierten, extrem motivierten und gut bezahlten Mitbewerbern, müht sich der aktive Manager, einen Vorsprung herauszuarbeiten und zu nutzen, der ihm überdurchschnittliche Ergebnisse beschert.“ Wie Swensen einräumt: „Viele versuchen es, doch nur wenigen gelingt es, das Spiel des aktiven Managements zu gewinnen.“

Warum gewinnen nicht *mehr* traditionelle professionelle Berater in diesem Spiel? Warum weist die *überwiegende Mehrheit* Ertragsbilanzen aus, die man als bestenfalls nur mittelmäßig bezeichnen kann?

Meiner Ansicht nach liegt das am *Wettbewerb und am Selbstbetrug* ebenso wie an der Struktur des Spiels an sich. Ein bisschen liegt es aber auch an dem, was die Finanzdienstleistungsbranche